

Sektor kapitału ryzyka (VC/PE) w Europie

Tomasz Grzelak

Początki sektora kapitału ryzyka (VC/PE) w Europie sięgają pierwszych lat po drugiej wojnie światowej, kiedy to w Wielkiej Brytanii, a następnie w krajach Europy kontynentalnej rozpoczęły działalność pierwsze fundusze VC/PE. W odniesieniu do genezy sektora można mówić o istnieniu europejskiego modelu rozwoju, w którym impulsem do jego powstania było stwierdzenie nieefektywności istniejących systemów finansowych, skutkujące bezpośrednim zaangażowaniem państwa w finansowanie inwestycji tego typu, a następnie ograniczenie roli państwa wyłącznie do funkcji regulacyjnych skutkujące powstaniem przesłanek do trwałego rozwoju sektora i szybkim wzrostem znaczenia sektora w gospodarkach krajów europejskich, począwszy od połowy lat 90. Niezależnie od faktu, że obecnie sektor VC/PE jest w Europie w pełni rozwiniętą gałęzią usług finansowych, znaczenie sektora w poszczególnych krajach europejskich jest zróżnicowane. Rentowność inwestycji VC/PE przewyższa rentowność analogicznych inwestycji na rynkach publicznych, zaś aktywność funduszy tego typu jest istotnym czynnikiem wzrostu gospodarczego i przyczynia się do tworzenia nowych miejsc pracy.

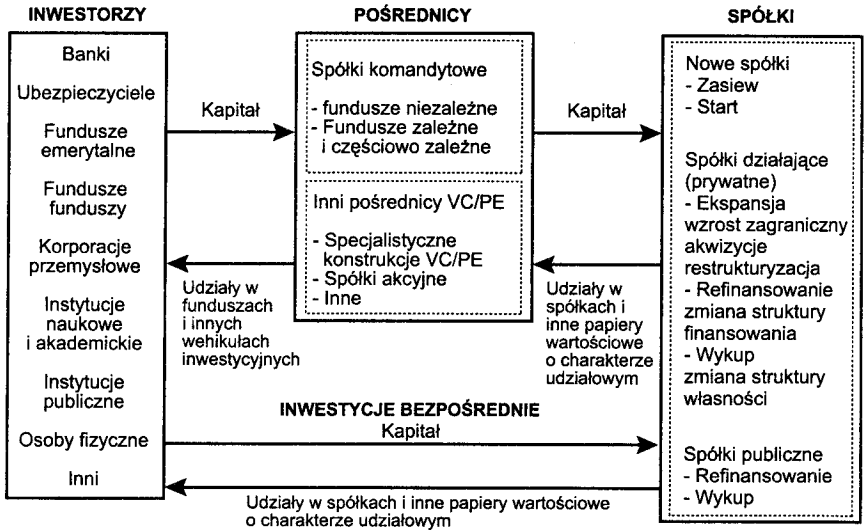
Wstęp

Kapitał ryzyka, najczęściej określany w literaturze angielską nazwą *Venture Capital* lub *Private Equity*, był do połowy lat 80. ubiegłego wieku zjawiskiem charakterystycznym przede wszystkim dla Stanów Zjednoczonych. W okresie ostatnich 20. lat sektor ten objął także inne uprzemysłowione regiony świata, w tym przede wszystkim Europę, która obecnie jest drugim po USA rynkiem kapitału ryzyka na świecie. Jednak pomimo dynamicznego wzrostu znaczenia sektora w Europie obserwowanego od połowy lat 90. wydaje się, że wciąż jeszcze istnieje duży potencjał dla jego dalszego rozwoju. Przykładowo, w roku 2002 inwestycje kapitału wysokiego ryzyka w gospodarkę w Ameryce Północnej stanowiły równowartość 0,58% PKB, podczas gdy w Europie jedynie 0,28%.

Fundusze ryzyka są grupą pośredników finansowych inwestujących pozyskane od inwestorów środki finansowe w przedsięwzięcia charakteryzujące się interesującymi perspektywami rozwoju i podwyższonym stopniem ryzyka. Klasyfikacja tej formy finansowania przedsiębiorstw, sformułowana przez Europejskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (EVCA: European Venture Capital Association), określa takie inwestycje jako kapitał średnio i długookresowy, inwestowany w papiery wartościowe o charakterze udziałowym (lub quasi-udziałowym) spółek nienotowanych w obrocie publicznym z zamiarem ich

odsprzedaży dla wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysków, których podstawowym źródłem jest przyrost wartości spółki.

Funkcjonowanie sektora VC/PE i zależności między poszczególnymi kategoriami podmiotów tworzących sektor można całościowo zilustrować schematem przedstawionym na rysunku 1.



Rysunek 1. Schemat sektora VC/PE. Źródło: Fenn G., Liang N., Prowse S., *The Economics of the Private Equity Market*, www.ssm.com, 1995.

Inwestorzy, wśród których wyróżnić można różne kategorie podmiotów, oferują środki finansowe w zamian za udziały w masie majątkowej funduszy VC/PE. Te z kolei wprowadzają środki do wybranych spółek – celów inwestycyjnych, w zamian za co otrzymują w nich udziały. Alternatywą dla inwestycji w fundusze mogą być dla inwestorów bezpośrednie inwestycje dokonywane w spółki.

Badania sektora kapitału ryzyka jednoznacznie wskazują na jego istotną rolę w kreowaniu wzrostu gospodarczego i powstawaniu nowych miejsc pracy. Przyczynia się to do rosnącego zainteresowania sektorem ze strony czynników regulacyjnych zmierzających do poprawy warunków jego funkcjonowania. Szczególnie ostatnie lata przyniosły szereg inicjatyw w tym zakresie, podejmowanych zarówno przez rządy poszczególnych krajów, jak też przez organy Unii Europejskiej. Jednocześnie relatywnie wysoka rentowność kapitału ryzyka przyczynia się do utrwalenia zainteresowania tym segmentem rynku kapitałowego ze strony inwestorów.

W niniejszym artykule pojęcia „środki finansowe” i „kapitał” stosowane są zamiennie. W kategoriach ekonomicznych dla określenia przepływów finanso-

wych pomiędzy podmiotami tworzącymi sektor VC/PE prawidłowe jest stosowanie pojęcia „środki finansowe” lub „przepływy pieniężne”. Jednakże zarówno w literaturze przedmiotu, jak i codziennej praktyce dla określenia tego typu zjawisk często stosuje się także pojęcia „kapitału” lub „przepływu kapitału”, które to określenia są także używane w niniejszym tekście.

Geneza sektora VC/PE w Europie

W Europie sektor VC/PE najwcześniej zaczął rozwijać się w Wielkiej Brytanii, obecnie zdecydowanie największym rynku w Europie. Niemal równocześnie z pojawieniem się pierwszych funduszy VC/PE w USA, w roku 1946 powstała w Wielkiej Brytanii pierwsza instytucja, Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC), której zadaniem było dostarczanie kapitałów przedsiębiorstwom charakteryzującym się dobrymi perspektywami rozwoju. Choć udziałowcami ICFC były brytyjskie banki komercyjne, to jednak inicjatywa powołania tej instytucji wyszła od państwa, zaś brytyjski bank centralny objął w niej 15% udziałów.

Powołanie ICFC było opóźnioną konsekwencją wniosków z badania funkcjonowania systemu finansowego Wielkiej Brytanii, jaki w roku 1931 przeprowadziła specjalna komisja parlamentarna. Jedną z istotniejszych obserwacji przedstawionych w opublikowanym przez komisję raporcie (tzw. raport Macmillana, od nazwiska przewodniczącego komisji), było stwierdzenie istnienia poważnej bariery w dostępie do kapitałów w przedziale do dzisiejszej równowartości 4 mln GBP (ok. 6 mln Euro), na jaką natrafiały małe i średnie brytyjskie przedsiębiorstwa. Sytuacja ta negatywnie wpływała na potencjał rozwoju małych i średnich firm, ograniczając w praktyce dostępne źródła ich finansowania do funduszy własnych i oszczędności właścicieli, zwykle dalece niewystarczających dla realizacji potencjału rozwojowego tych firm (Tamowicz 1995). Zjawisko to nazwano „luką kapitałową”. Odkrycie to jest istotne z punktu widzenia niniejszego artykułu, ponieważ pomimo istnienia funduszy VC/PE w Polsce, ze zjawiskiem luki kapitałowej ciągle borykają się polskie małe i średnie przedsiębiorstwa (Badania BCC 2003). Można zatem przypuszczać, że – podobnie jak kilkadziesiąt lat temu w Wielkiej Brytanii – nie pozostanie to bez wpływu na dalszy rozwój sektora VC/PE w Polsce.

Raport Macmillana identyfikował następujące przyczyny istnienia luki kapitałowej:

- zbyt mała skala przedsiębiorstw i ich potrzeb kapitałowych, aby opłacalne było pozyskanie kapitałów na rynku publicznym (wysokie koszty emisji publicznej);
- niska płynność inwestycji kapitałowych w małe i średnie przedsiębiorstwa, zniechęcająca indywidualnych inwestorów do dokonywania inwestycji tego typu;
- relatywnie wysokie w stosunku do skali inwestycji koszty monitorowania (nadzoru) przedsiębiorstw przyjmujących kapitał, co skłania inwestorów do preferowania większych inwestycji.

Dalszy rozwój sektora VC/PE w Wielkiej Brytanii następował przy istotnym udziale państwa, które tworzyło instytucje finansujące przedsięwzięcia napotyka-jące na barierę w dostępie do kapitałów (jak np. przedsięwzięcia technologiczne) oraz kształtowało i w dużej mierze finansowało procesy formowania się sektora. Interesujące jest, że w 1983 roku, w wyniku szeregu przekształceń podmiotów tworzonych przez państwo lub z inspiracji państwa, w tym m.in. ICFC, powstała grupa „3i”, obecnie jedna z największych grup funduszy VC/PE działająca na całym świecie. Istotną rolę w rozwoju sektora VC/PE w Wielkiej Brytanii odegrały także władze lokalne, które angażowały się (kapitałowo i jako czynnik inicjujący) w powstawanie szeregu Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości (ang. *Enterprise Boards*).

W latach 80. nastąpiło znaczne ograniczenie bezpośredniej roli państwa w sektorze VC/PE w Wielkiej Brytanii. Zdecydowano się na skomercjalizowanie szeregu państwowych i samorządowych instytucji inwestujących w rozwojowe przedsięwzięcia, zaś państwo skoncentrowało się na tworzeniu systemowych mechanizmów do dalszego rozwoju sektora. W tym czasie państwo podjęło szereg działań o charakterze regulacyjnym i systemowym, które w znacznym stopniu przyczyniły się do rozwoju sektora. Wśród działań tych wymienić należy m.in. utworzenie tzw. giełdowego rynku akcji nienotowanych, na którym wymogi formalne i koszty obecności były dla spółek zdecydowanie niższe niż na głównych rynkach giełdowych. Uruchomienie tego rynku wpłynęło na poprawę płynności inwestycji funduszy (a zatem pośrednio także inwestycji w fundusze), stanowiło bowiem dogodną platformę realizacji zysków z inwestycji. Do działań aktywizujących inwestycje typu VC/PE w latach 80. zaliczyć należy także program inwestycyjnych ulg podatkowych (tzw. *Business Expansion Scheme*, BES) przyznający ulgi w podatku dochodowym od osób fizycznych i w podatku od zysków kapitałowych dla osób inwestujących niewielkie kwoty (do 40 tys. GBP rocznie) w małe prywatne przedsiębiorstwa lub w autoryzowane przez rząd fundusze inwestycyjne. Jednym z ograniczeń w korzystaniu z tych ulg był obowiązek utrzymywania zakupionych udziałów przez okres co najmniej 5 lat. Rozwiązanie to okazało się skutecznym mechanizmem aktywizacji inwestycji VC/PE; w ciągu pierwszych 5 lat działalności dzięki programowi temu zainwestowano blisko 800 mln GBP (ok. 1,2 mld Euro) w 3,8 tys. małych przedsiębiorstw. Oprócz bezpośredniego efektu przepływu kapitałów do sektora małych przedsiębiorstw i funduszy VC/PE program ten pośrednio przyczynił się także do późniejszego rozwoju sektora VC/PE poprzez wykreowanie popytu na kapitały wysokiego ryzyka ze strony utworzonych w wyniku funkcjonowania programu BES przedsiębiorstw.

Poza wymienionymi działaniami, podjętymi przez rząd brytyjski w latach 80., na aktywizację sektora VC/PE wpływ miały także obniżki podatków od zysków osób fizycznych i prawnych, umożliwienie nabywania przez spółkę własnych akcji oraz umożliwienie wykorzystania aktywów nabywanej spółki jako zabezpieczenia kredytu zaciąganego na zakup jej akcji (Tamowicz 1995).

Sektor VC/PE we Francji powstawał później niż sektor w Wielkiej Brytanii, jednak i w tym przypadku czynnikiem inicjującym było państwo. W roku 1958

utworzono państwowe agencje rozwoju regionalnego (fr. *Societes de Development Regional*), które w zamian za wkład kapitałowy obejmowały mniejszościowe udziały w małych i średnich przedsiębiorstwach. W latach 70. państwo francuskie angażowało się bezpośrednio w finansowanie innowacyjnych przedsięwzięć, udzielając kredytów przedsiębiorcom lub zapewniając gwarancje bankom finansującym takie przedsięwzięcia poprzez utworzone w tym celu specjalne fundusze gwarancyjne.

Regulacyjna rola państwa francuskiego w kształtowaniu warunków rozwoju sektora VC/PE zaczęła we Francji dominować w latach 80. Początkowo poprawiono warunki tworzenia i funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw poprzez wprowadzenie szeregu ułatwień formalnych, takich jak uproszczenie procedur zakładania i prowadzenia spółek, skrócenie czasu ich rejestracji czy nawet tak pozornie oczywiste umożliwienie rejestracji małej firmy w miejscu zamieszkania właściciela. Utworzono także specjalistyczne instytucje finansowe, które zajmowały się udzielaniem pożyczek osobom fizycznym na rozpoczęcie działalności gospodarczej. Warunkiem otrzymania takiej pożyczki przez początkującego przedsiębiorcę było wcześniejsze oszczędzenie w takiej instytucji pewnej minimalnej kwoty własnych środków. Wszystkie te działania przyczyniły się do poprawy ogólnego klimatu przedsiębiorczości i utworzyły podstawy do późniejszego rozwoju sektora VC/PE we Francji.

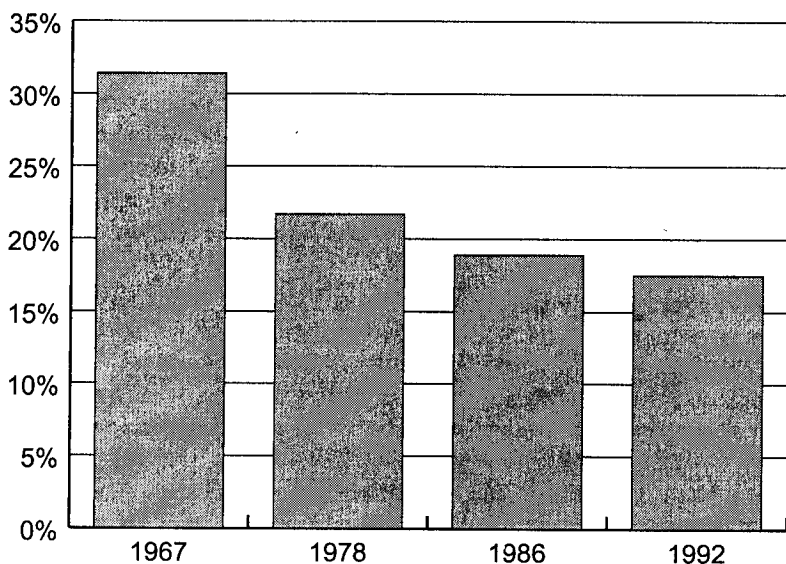
W połowie lat 80. wprowadzono ulgi w podatku dochodowym i w podatku od zysków kapitałowych adresowane do inwestorów i funduszy VC/PE. Polegały one na zwolnieniu lub zmniejszeniu podatku dochodowego oraz podatku od zysków kapitałowych i dywidend dla spółek inwestujących w małe i średnie przedsiębiorstwa francuskie (tj. faktycznie dla funduszy VC/PE). Podobne regulacje wprowadzono w podatku dochodowym od osób fizycznych. W wyniku tych działań od połowy lat 80. francuski sektor VC/PE zaczął się dynamicznie rozwijać. W latach 1986-1992 wartość środków zgromadzonych we francuskich funduszach VC/PE wzrosła prawie dziewięciokrotnie (podczas gdy w całej Europie jedynie czterokrotnie), wysuwając kraj ten na drugie miejsce w Europie (Węclawski 1997).

Stosunkowo późno ukształtował się sektor VC/PE w Niemczech (RFN), za którego początek przyjmuje się powstające w połowie lat 60. spółki inwestycyjne, tzw. *Kapitalbeteiligungsgesellschaften* (KBG). Instytucje te tworzone były przez niemieckie banki lokalne (często będące własnością lokalnych samorządów) w celu finansowania udziałowego małych i średnich przedsiębiorstw oraz zaoferowania tej grupie firm nowego produktu bankowego. W przeciwieństwie do typowych funduszy VC/PE, KBG realizowały zyski z inwestycji przede wszystkim poprzez wypłatę dywidend (a nie przez wzrost wartości spółki) i przyjmowały rolę pasywnego inwestora finansowego, nie wspomagając spółek w zarządzaniu operacyjnym. Pod koniec lat 70. oprócz KBG pojawiły się także wzorowane na amerykańskich fundusze VC/PE (niem. *Venture-Capital-Gesellschaften*, VCG).

Do połowy lat 80. sektor w Niemczech rozwijał się jednak bardzo wolno. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy wymienia się m.in.: silnie rozwinięty system

bankowy oferujący relatywnie tanie kapitały w formie kredytów, niechęć tradycyjnych średnich rodzinnych firm niemieckich do dopuszczania zewnętrznych udziałowców, wysokie podatki i obciążenia socjalne oraz brak funkcjonalnego rynku, który umożliwiałby obrót akcjami małych i średnich firm oraz realizację zysków z inwestycji. Występowanie tych czynników przyczyniło się do stałego zmniejszania się udziału kapitałów własnych w sumie bilansowej niemieckich przedsiębiorstw (Wykres 1), co w połowie lat 80. doprowadziło do przedsięwzięcia przez państwo szeregu działań zmierzających do stworzenia warunków mających na celu poprawę struktury bilansu niemieckich przedsiębiorstw, w tym m.in. wprowadzenie programów ułatwiających dostęp małych i średnich firm do finansowania udziałowego.

Na działania inicjowane przez państwo nałożyło się szereg czynników gospodarczych, takich jak otwieranie się gospodarki niemieckiej na konkurencję zewnętrzną zwiększające zapotrzebowanie na nowe inwestycje, konieczność zmiany struktury udziałowej rodzinnych firm ze starzejącymi się właścicielami oraz pojawienie się na rynku nowej generacji menadżerów, w przeciwieństwie do swoich poprzedników, dopuszczających możliwość zmian w strukturze udziałowej niemieckich przedsiębiorstw. W efekcie w drugiej połowie lat 80. sektor VC/PE w Niemczech zaczął rozwijać się znacznie bardziej dynamicznie, stając się obecnie pod względem wielkości trzecim, po Wielkiej Brytanii i Francji, rynkiem w Europie.



Wykres 1. Udział kapitałów własnych w sumie bilansowej małych i średnich przedsiębiorstw w Niemczech - RFN (1967-1992). Źródło: Węclawski 1997.

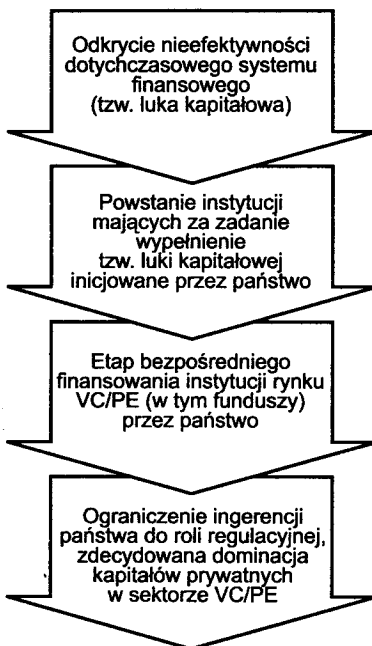
Rozwój sektora VC/PE w Holandii przebiegał w sposób zbliżony do scenariusza brytyjskiego. Pod koniec lat 40. rząd holenderski utworzył wspólnie z firmami ubezpieczeniowymi instytucję National Investeringsbank (NIB), której celem było finansowanie przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku, napotykających na barierę w dostępie do finansowania zewnętrznego w tradycyjnym systemie bankowym. Duży popyt na finansowanie udziałowe ze strony holenderskich przedsiębiorstw spowodował dość szybkie utworzenie przez NIB i banki komercyjne klasycznych funduszy VC/PE.

W latach 70. państwo stworzyło z funduszy publicznych regionalne agencje rozwoju, których celem było wsparcie rozwoju słabiej rozwiniętych obszarów Holandii poprzez zasilanie kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw funkcjonujących na tych obszarach. Oprócz regionalnych agencji rozwoju, państwo utworzyło także w latach 80. specjalny fundusz mający na celu finansowanie projektów innowacyjnych i technologicznych o specjalnym znaczeniu dla gospodarki. Rozwiązaniem przyczyniającym się do poprawy warunków rozwoju sektora VC/PE było wprowadzenie w początku lat 80. programu gwarancji rządowych dla funduszy VC/PE, który zakładał możliwość refundacji strat poniesionych w wyniku podejmowania chybionych inwestycji, o ile fundusz finansował małe przedsiębiorstwa (kryterium był stan zatrudnienia) i nie obejmował w nich większościowych udziałów. Innym elementem pozytywnie wpływającym na warunki rozwoju sektora było utworzenie w 1980 roku rynku pozagiełdowego, który stanowił dogodną platformę realizacji zysków z inwestycji.

Pod koniec lat 80. państwo ograniczyło bezpośrednie zaangażowanie w rozwój sektora VC/PE, prywatyzując fundusze i agencje rozwoju regionalnego.

Analiza warunków powstania i rozwoju najważniejszych rynków VC/PE w Europie, na których obecnie koncentruje się ok. 70% aktywności funduszy tego typu, pozwala na sformułowanie wniosku o istnieniu europejskiego modelu rozwoju sektora. W modelu tym, w efekcie odkrycia nieefektywności w istniejących systemach finansowych, rolę inicjatora powstania rynku przyjmuje na siebie państwo, które nie ogranicza się do funkcji regulacyjnych, lecz angażuje także środki publiczne w powstanie funduszy i instytucji sektora VC/PE. Z czasem bezpośrednia rola państwa maleje i ustępuje jego roli regulacyjnej jako metodzie kształtowania zmian systemowych w szeroko rozumianym środowisku wspierania rozwoju przedsiębiorczości. Wzrasta też rola kapitałów prywatnych w sektorze VC/PE. Taki model rozwoju sektora można zilustrować schematem przedstawionym na Rysunku 2.

Nieco inny przebieg niż w Europie miało kształtowanie się sektora VC/PE w USA, gdzie powstanie pierwszych funduszy w latach powojennych było inicjowane przez kapitały prywatne. Pierwsze fundusze zasilane były kapitałami osób prywatnych, instytucji finansowych i akademickich. Początkowo fundusze koncentrowały się w znacznej mierze na finansowaniu przedsięwzięć polegających na komercjalizacji technologii wojskowych wynalezionych podczas drugiej wojny światowej. W latach 50. w inwestycje w fundusze VC/PE włączyły się także duże amerykańskie firmy przemysłowe, które zwróciły uwagę na ten nowy sposób finansowania innowacyjnych przedsięwzięć.



Rysunek 2. Europejski model rozwoju sektora VC/PE. Źródło: Opracowanie własne.

Pod koniec lat 50. rząd amerykański rozpoczął bezpośrednie zasilanie kapitałowe funduszy środkami publicznymi. Na mocy ustawy o spółkach inwestycyjnych (ang. *Small Business Investment Companies*, SBIC) każdy fundusz VC/PE po spełnieniu określonych warunków mógł ubiegać się o dofinansowanie podejmowanych przez siebie inwestycji do kwoty równej czterokrotności własnego wkładu. Tak duże lewarowanie inwestycji VC/PE tanim kapitałem publicznym doprowadziło w krótkim czasie do nadpodaży środków na amerykańskim rynku, a w dalszej konsekwencji do znacznego spadku jakości inwestycji i atrakcyjności sektora dla inwestorów. Przykładowo w roku 1967, a więc w niespełna 10 lat po uruchomieniu programu SBIC, roczna stopa zwrotu z inwestycji funduszy korzystających z przewidzianych w programie dotacji rządowych wyniosła jedynie 2,4% (Tamowicz 1995).

W pierwszej połowie lat 70. znacząco zmalała aktywność amerykańskiego sektora VC/PE. Zmniejszył się zarówno dopływ nowych kapitałów do sektora, jak też inwestycje funduszy. Przyczynami takiego stanu rzeczy, oprócz wspomnianej wyżej dewaluacji inwestycji VC/PE będącej wynikiem nadmiernego zasilenia sektora kapitałami publicznymi, był kryzys gospodarki amerykańskiej i podniesienie podatków od zysków kapitałowych.

W latach 80., w wyniku ożywienia gospodarki amerykańskiej i szeregu działań regulacyjnych, sektor VC/PE zyskał nowy impuls rozwojowy. W jego oży-

wieniu dużą rolę odegrało obniżenie pod koniec lat 70-. podatku od zysków kapitałowych oraz liberalizacja zasad inwestowania przez fundusze emerytalne, które odtąd mogły inwestować część zarządzanych przez siebie aktywów w fundusze VC/PE. Inną regulacją korzystnie wpływającą na rozwój amerykańskiego rynku było wyłączenie w roku 1980 funduszy VC/PE spod ścisłych regulacji i kontroli komisji papierów wartościowych.

Podsumowując, w amerykańskim modelu rozwoju sektora VC/PE czynnikiem inicjującym były wyłącznie impulsy rynkowe. Dopiero po uformowaniu się sektora i rozpoznaniu korzyści wynikających z istnienia systemu finansowania przedsięwzięć charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym aktywną rolę w dalszym rozwoju sektora zaczęło odgrywać państwo. Rola ta polegała w pierwszej kolejności na bezpośrednim wsparciu funduszy środkami publicznymi. W przeciwieństwie jednak do modelu europejskiego, w którym środki publiczne kierowano do państwowych lub samorządowych instytucji, w modelu amerykańskim stworzono mechanizm zasilania środkami publicznymi prywatnych funduszy VC/PE. W dalszej kolejności zaangażowanie państwa sprowadziło się do roli regulacyjnej i podejmowania działań mających na celu zmobilizowanie kapitałów prywatnych do inwestycji w fundusze VC/PE. Podobnie więc jak w modelu europejskim państwo dostrzegło korzyści gospodarcze z funkcjonowania sektora VC/PE i poprzez działania bezpośrednie oraz regulacyjne starało się wpłynąć na aktywizację sektora.

Źródła podaży kapitałów do sektora VC/PE

Podaż kapitałów do sektora VC/PE pochodzi od wielu różnych grup inwestorów, wśród których wymienić należy:

- **Instytucje finansowe**, traktujące inwestycje w fundusze VC/PE jako jedną z form alokacji zarządzanych przez siebie kapitałów i osiągania zysków kapitałowych. W grupie tej znajdują się:
 - **Banki i ubezpieczalnie**, traktujące inwestycje w fundusze VC/PE jako formę alokacji kapitału oraz możliwość rozszerzenia działalności, penetracji rynku i pozyskania nowych klientów w przyszłości (spośród spółek finansowanych przez fundusze VC/PE);
 - **Fundusze emerytalne**, dla których długoterminowy horyzont inwestycji VC/PE jest zbieżny z horyzontem inwestycyjnym funduszy emerytalnych, co czyni fundusze VC/PE interesującym partnerem dla tej grupy inwestorów;
 - **Fundusze funduszy** (ang. *funds of funds*) – wyspecjalizowane instytucje zajmujące się zarządzaniem powierzonymi kapitałami, dla których fundusze VC/PE są jedną z klas aktywów finansowych wykorzystywanych przy alokacji kapitału.
- **Korporacje przemysłowe**, dla których inwestycja w fundusz VC/PE jest okazją do szerszego wglądu w kierunki działalności badawczo-rozwojowej w danej branży, zaś utworzenie własnego funduszu tego typu daje ponadto możliwość stworzenia w swoich strukturach enklaw przedsiębiorczości.

- Instytucje naukowe i akademickie, które angażują się w tworzenie funduszy VC/PE w celu wsparcia procesów komercjalizacji własnych badań naukowych.
- **Instytucje publiczne** (takie jak agencje rządowe i władze lokalne), dla których głównym motywem inwestowania w fundusze VC/PE jest realizacja polityki rozwoju regionalnego lub stymulowanie rozwoju wybranych technologii.
- **Osoby fizyczne** dysponujące znaczącym kapitałem, postrzegające fundusze VC/PE jako jego atrakcyjną lokatę kapitału.

Fundusze VC/PE mogą być zasilane w kapitały bezpośrednio lub pośrednio, w tym drugim przypadku poprzez publiczne rynki kapitałowe, które – chociaż nie są często wykorzystywane przy pozyskiwaniu kapitałów do sektora – warte są wymienienia z uwagi na fakt, że dla niektórych grup inwestorów ze względu na obowiązujące ich regulacje mogą być jedynym sposobem inwestycji w fundusze VC/PE (w istotnym stopniu dotyczy to np. polskich funduszy emerytalnych).

Większość kapitałów w sektorze VC/PE pochodzi od instytucji finansowych. Zarówno w Europie, jak i w USA udział ten kształtuje się na poziomie ponad $\frac{2}{3}$ całości podaży kapitałów. Dla tej grupy inwestorów, w tym przede wszystkim dla funduszy emerytalnych i funduszy VC/PE, podstawową przesłanką inwestowania w fundusze VC/PE jest czynnik finansowy: potrzeba zagospodarowania zarządzanych przez siebie aktywów finansowych w sposób pozwalający na uzyskanie założonych stóp zwrotu przy danym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Jak to pokazano w dalszej części artykułu, podaż kapitałów pozyskanych do sektora VC/PE jest zależna od wysokości oczekiwanych zysków kapitałowych: przy rosnących oczekiwanych stopach zwrotu generowanych przez fundusze zwiększa się podaż kapitałów ze strony inwestorów.

Stan obecny sektora VC/PE w Europie

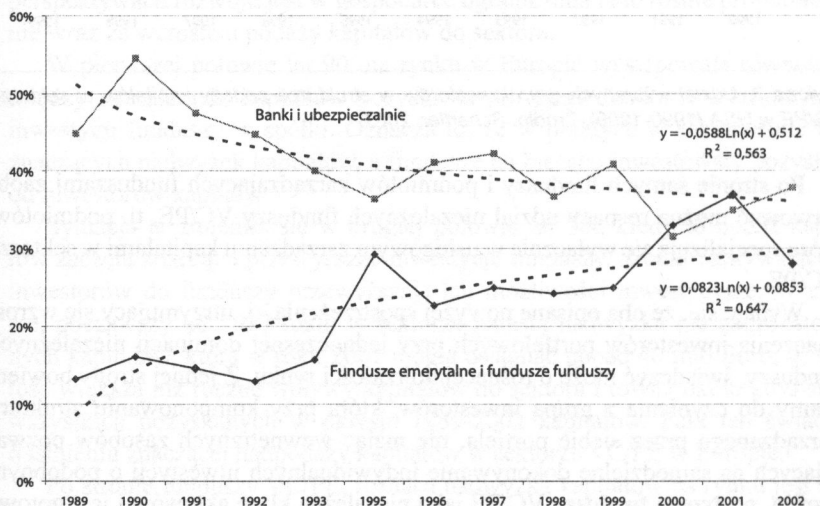
Od połowy lat 90. daje się zaobserwować szybki rozwój sektora VC/PE w Europie, mierzony zarówno skalą podaży kapitałów do europejskich funduszy jak i inwestycjami w fundusze. Obecnie przepływy kapitałowe w sektorze są ponad sześciokrotnie wyższe w porównaniu do pierwszej połowy lat 90. Charakterystyczną cechą rozwoju sektora w ostatnich latach była utrzymująca się nadpodaż kapitałów: kapitały corocznie pozyskiwane przez fundusze europejskie były wyższe niż ich inwestycje, co doprowadziło do powstania znaczącej nadwyżki kapitałów na rynku. Taka sytuacja z kolei negatywnie wpływa na rentowność funduszy, bowiem popyt na finansowanie VC/PE ze strony perspektywicznych spółek jest ograniczony. W rezultacie fundusze, dysponując nadwyżką kapitałów (rosnącą szczególnie w latach 1999-2000), złagodziły kryteria wyboru inwestycji, co doprowadziło do spadku ich rentowności.

Szczegółowa analiza przepływów kapitałowych w sektorze VC/PE w Europie od początku lat 90. prowadzi do następujących wniosków w odniesieniu do obecnego stanu sektora i trendów jego rozwoju:

1. Struktura podaży kapitałów oraz pozyskujących je funduszy świadczą o wzrastającej dojrzałości sektora.

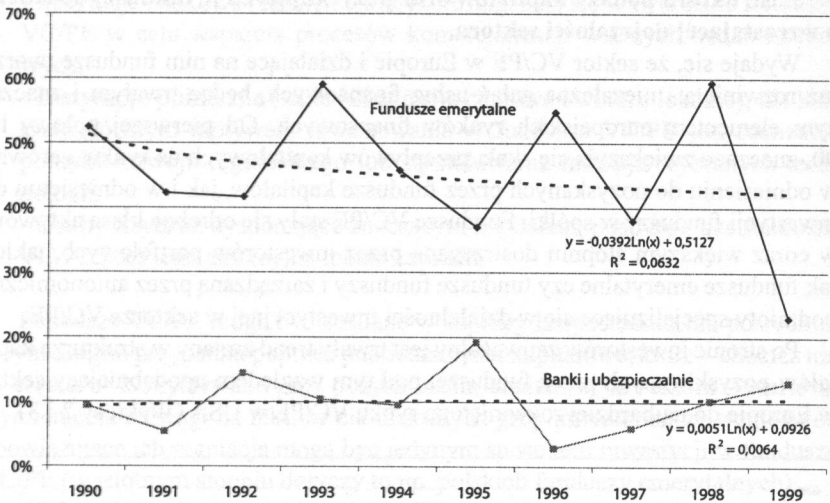
Wydaje się, że sektor VC/PE w Europie i działające na nim fundusze tworzą już rozwiniętą i niezależną gałąź usług finansowych, będąc trwałym i znaczącym elementem europejskich rynków finansowych. Od pierwszej połowy lat 90. znacząco zwiększyła się skala przepływów kapitałowych na rynku, zarówno w odniesieniu do pozyskanych przez fundusze kapitałów, jak i w odniesieniu do inwestycji funduszy w spółki. Fundusze VC/PE stały się odrębną klasą aktywów, w coraz większym stopniu dostrzeganą przez inwestorów portfelowych, takich jak fundusze emerytalne czy fundusze funduszy i zarządzana przez autonomiczne podmioty specjalizujące się w działalności inwestycyjnej w sektorze VC/PE.

Po stronie inwestorów zauważalny jest trwały trend zmiany w strukturze kapitałów pozyskiwanych przez fundusze, pod tym względem upodabniający sektor w Europie do najbardziej rozwiniętego rynku VC/PE w USA (Wykresy 2 i 3).



Wykres 2. Udział wybranych grup inwestorów w strukturze podaży kapitałów w sektorze VC/PE w Europie (1989-2002). Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników statystycznych EVCA. Brak danych za rok 1994.

W strukturze podaży kapitałów maleje udział inwestorów finansowych lokujących w funduszach VC/PE nadwyżki środków (własnych lub powierzonych), takich jak banki i ubezpieczalnie, rośnie zaś udział specjalistycznych inwestorów portfelowych, takich jak fundusze emerytalne i fundusze funduszy, o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym zbieżnym z cyklem inwestycyjnym VC/PE, traktujących fundusze VC/PE jako odrębną klasę aktywów. Tendencja ta zbliża strukturę kapitałów pozyskiwanych przez fundusze VC/PE w Europie do tej obserwowanej w USA, gdzie udział banków i ubezpieczalni w strukturze inwestorów jest niski, zaś udział funduszy emerytalnych wysoki (Wykres 3).



Wykres 3. Udział wybranych grup inwestorów w strukturze podaży kapitałów w sektorze VC/PE w USA (1990-1999). Źródło: Schertler, 2001.

Po stronie samych funduszy i podmiotów zarządzających funduszami zaobserwować można rosnący udział niezależnych funduszy VC/PE, tj. podmiotów, które specjalizują się wyłącznie w usługowym zarządzaniu kapitałami w sektorze VC/PE.

Wydaje się, że oba opisane powyżej spostrzeżenia, tj. utrzymujący się wzrost znaczenia inwestorów portfelowych przy jednoczesnej dominacji niezależnych funduszy, świadczyć może o rosnącej dojrzałości rynku. Z jednej strony bowiem mamy do czynienia z grupą inwestorów, która przy komponowaniu struktury zarządzanego przez siebie portfela, nie mając wewnętrznych zasobów pozwalających na samodzielne dokonywanie indywidualnych inwestycji o podobnym profilu, postrzega fundusze VC/PE jako niezależną klasę aktywów i jest gotowa korzystać z usług podmiotów nimi zarządzających. Z drugiej strony coraz mniejsze znaczenie na tym rynku mają fundusze zależne od innych instytucji finansowych (a więc zarządzających kapitałami tych instytucji), rośnie zaś znaczenie podmiotów niezależnych, dla których pozyskiwanie kapitałów od inwestorów, a następnie ich inwestowanie w spółki, jest komercyjną działalnością usługową.

2. Pomimo postępującej integracji europejskiej i wprowadzenia w roku 1999 wspólnej waluty Euro sektor VC/PE ma charakter lokalny.

Mimo braku znaczących formalnych barier w przepływie kapitałów pomiędzy krajami europejskimi i między nimi a USA (jako największym nieeuropejskim dostarczycielem kapitałów do sektora VC/PE w Europie) większość przepływów kapitałowych odbywa się wewnątrz poszczególnych krajów. Obecnie około połowy kapitałów pozyskiwanych przez fundusze VC/PE w Europie pochodzi

z tego samego kraju, w którym działa fundusz (podmiot zarządzający). W spółki krajowe inwestowane jest natomiast ponad 70% kapitałów inwestowanych przez fundusze VC/PE. Spostrzeżenie to prowadzi do wniosku o lokalnym charakterze sektora VC/PE w Europie. W średnim okresie można jednak zaobserwować tendencję do nieznacznego powiększania się udziału inwestorów z innych krajów europejskich w strukturze pozyskiwanych przez fundusze kapitałów i spółek z innych krajów europejskich w strukturze inwestycji funduszy w spółki. O ile w przypadku podaży kapitałów tendencja ta jest zapewne wynikiem postępującej integracji krajów europejskich, to w przypadku inwestycji funduszy w spółki może to być także spowodowane zwiększającą się presją na dokonywanie inwestycji, będącą wynikiem wzrastającej w ostatnich latach nadwyżki kapitałów w sektorze VC/PE w Europie.

3. Popyt na inwestycje funduszy ze strony spółek charakteryzuje się ograniczoną elastycznością, ponieważ liczba innowacyjnych spółek o interesujących perspektywach rozwoju jest w gospodarce ograniczona i nie rośnie proporcjonalnie wraz ze wzrostem podaży kapitałów do sektora.

W pierwszej połowie lat 90. na rynku w Europie występowała równowaga między strumieniem kapitałów pozyskiwanych przez fundusze a strumieniem inwestycji funduszy w spółki. Oznacza to, że w praktyce w sektorze nie było znaczących nadwyżek kapitałów, a fundusze na bieżąco inwestowały pozyskane od inwestorów kapitały.

Sytuacja ta zmieniła się w drugiej połowie lat 90., kiedy to podaż kapitałów zaczęła znacząco przewyższać inwestycje funduszy. Środki napływające od inwestorów do funduszy przewyższają ich możliwości inwestycyjne. W efekcie, począwszy od 1997 roku, w sektorze narasta nadwyżka nie zainwestowanych kapitałów, która w roku 2002 mogła osiągnąć ponad 40 mld Euro, tj. wartość większą niż roczne wpływy kapitałów do sektora i równą około 20% sumy wszystkich pozyskanych w okresie 1989-2002 kapitałów. Fakt ten świadczy o istnieniu znaczącej nadpodaży kapitałów w sektorze VC/PE w Europie.

Po stronie funduszy VC/PE, rosnąca nadwyżka kapitałów na rynku jest spowodowana przez dwa czynniki. Po pierwsze, ze względu na dość złożoną specyfikę inwestycji VC/PE, liczba sprawdzonych i wiarygodnych podmiotów zarządzających funduszami jest ograniczona. Jest tak, ponieważ zarządzanie inwestycjami VC/PE jest na tyle skomplikowane, że nabycie umiejętności niezbędnych do efektywnego zarządzania nimi jest trudne i czasochłonne. W efekcie przy zwiększającym się napływie nowego kapitału, powodowanym atrakcyjnością inwestycji w VC/PE jako klasę aktywów, a także kapitalizacją systemów emerytalnych oraz liberalizacją polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, przede wszystkim w USA i w Wielkiej Brytanii, wzrasta wartość funduszy, lecz w ślad za nią nie wzrasta zdolność podmiotów zarządzających do podejmowania większej liczby inwestycji w spółki. Po drugie, możliwości absorpcji inwestycji funduszy przez gospodarkę są w średnim okresie ograniczone i nie rosną proporcjonalnie do kapitałów pozyskanych przez fundusze od inwestorów, ponieważ

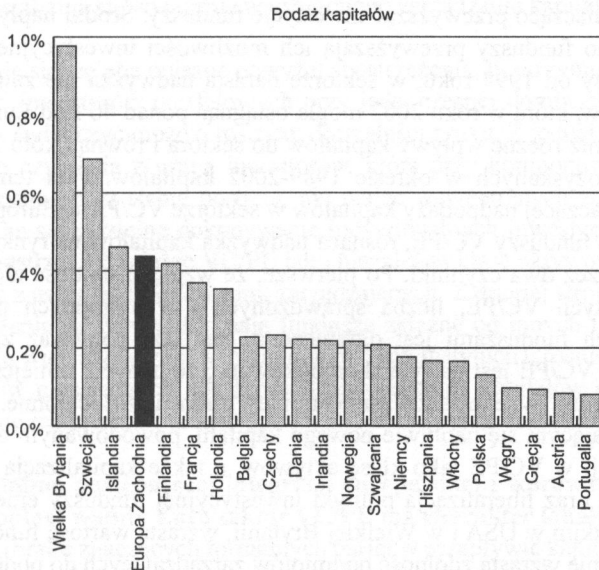
liczba spółek o interesujących perspektywach rozwoju dysponujących innowacyjnymi rozwiązaniami technologicznymi, organizacyjnymi lub rynkowymi jest ograniczona. Chociaż przeszkoda tego rodzaju występować będzie zawsze, to jednak w Europie, ze względu na niskie w porównaniu do wiodącej w tej dziedzinie gospodarki amerykańskiej nakłady na badania naukowe oraz mniejszą konkurencyjność gospodarki, bariera po stronie popytu na inwestycje VC/PE jest bardziej znacząca.

4. Średnia rentowność inwestycji w fundusze VC/PE w Europie jest wyższa niż rentowność porównywalnych inwestycji na rynku publicznym.

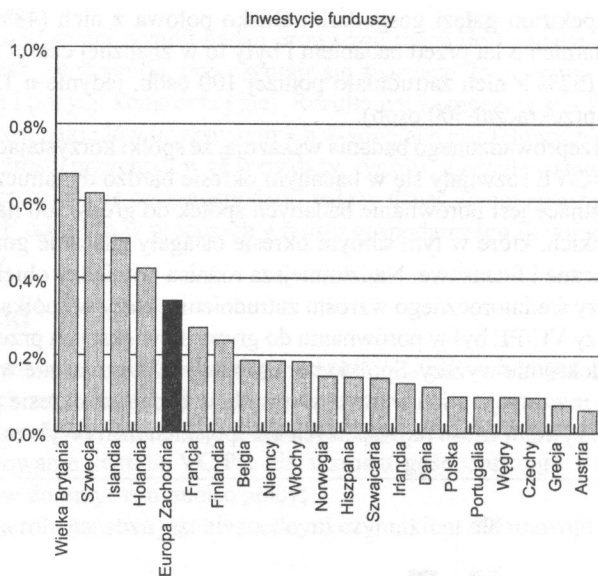
Jednocześnie bardzo duże jest zróżnicowanie rentowności pomiędzy poszczególnymi funduszami. Najlepsze z nich charakteryzują się rentownością na bardzo atrakcyjnym poziomie, lecz rentowność słabych funduszy jest bardzo niska. Zatem zgodnie z teoretycznymi modelami opisującymi zależność zysku od ryzyka inwestycje w sektorze VC/PE charakteryzujące się atrakcyjną średnią rentownością są także inwestycjami o podwyższonym poziomie ryzyka.

5. Znaczenie sektora VC/PE w poszczególnych krajach europejskich jest zróżnicowane.

Obok krajów o charakteryzujących się istotnym znaczeniem sektora VC/PE, takich jak Wielka Brytania, Holandia, Szwecja, istnieją kraje o mniejszym znaczeniu sektora w lokalnej gospodarce, takie jak Austria, Grecja i Portugalia,



Wykres 4. Znaczenie rynków VC/PE krajach Europy Zachodniej (1998-2002). Źródło: Opracowanie własne na podstawie roczników statystycznych EVCA. Prezentowane dane są średnią z lat 1998-2002 (dla Polski, Węgier i Czech średnia z lat 1999-2002).



Wykres 4 - cd. Znaczenie rynków VC/PE krajach Europy Zachodniej (1998-2002). Źródło: Opracowanie własne na podstawie roczników statystycznych EVCA. Prezentowane dane są średnią z lat 1998-2002 (dla Polski, Węgier i Czech średnia z lat 1999-2002).

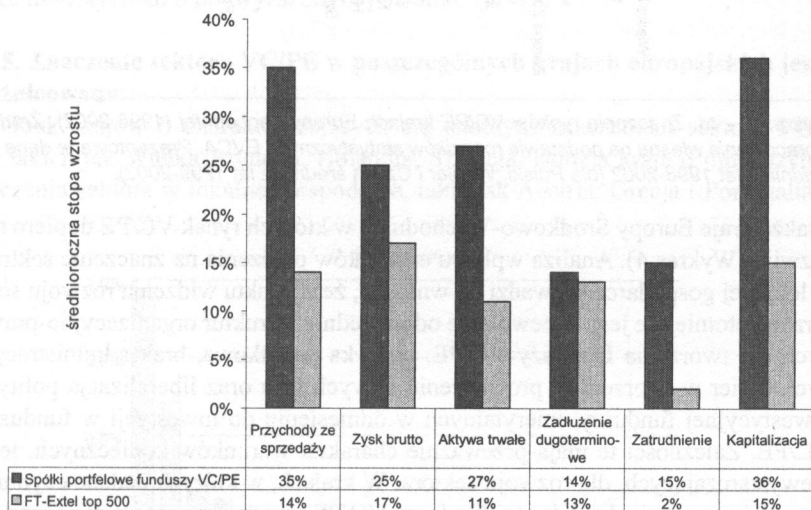
a także kraje Europy Środkowo-Wschodniej, w których rynek VC/PE dopiero się rozwija (Wykres 4). Analiza wpływu czynników otoczenia na znaczenie sektora w lokalnej gospodarce prowadzi do wniosku, że z punktu widzenia rozwoju sektora najistotniejsze jest: zapewnienie odpowiednich struktur organizacyjno-prawnych dla tworzenia funduszy VC/PE, polityka podatkowa, brak administracyjnych barier w tworzeniu i prowadzeniu nowych firm oraz liberalizacja polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych w odniesieniu do inwestycji w fundusze VC/PE. Zależności te mają przeważnie charakter warunków koniecznych, lecz niewystarczających, dla rozwoju sektora. W krajach, w których badane czynniki otoczenia sprzyjają działalności funduszy VC/PE, znaczenie sektora w gospodarce jest duże. Z drugiej strony nie we wszystkich krajach, w których panują sprzyjające warunki, znaczenie sektora w gospodarce jest istotne.

Wpływ inwestycji VC/PE na rozwój spółek

W roku 1996 EVCA wspólnie z międzynarodową firmą doradczą Coopers & Lybrand przeprowadziły badania dotyczące wpływu inwestycji VC/PE na kondycję ekonomiczną spółek przyjmujących tego typu finansowanie (*The Economic Impact of Venture Capital in Europe*, EVCA 1996). Badanie przeprowadzono na podstawie ankiet wypełnionych przez 500 spółek finansowanych przez europejskie fundusze VC/PE, a jego zakres dotyczył wybranych wskaźników ekonomicznych i finansowych obserwowanych w badanych spółkach w okresie 1991-1995. Badane spółki pochodziły z 12 krajów europejskich i reprezentowa-

ły szerokie spektrum gałęzi gospodarki. Blisko połowa z nich (48%) powstała w okresie ostatnich 5 lat przed badaniem i były to w znacznej części spółki małe oraz średnie (52% z nich zatrudniało poniżej 100 osób, jedynie u 12% poziom zatrudnienia przekraczał 500 osób).

Wyniki przeprowadzonego badania wskazują, że spółki korzystające z finansowania typu VC/PE rozwijały się w badanym okresie bardzo dynamicznie. Szczególnie interesujące jest porównanie badanych spółek do grupy 500 największych firm europejskich, które w tym samym okresie osiągały znacznie gorsze wskaźniki ekonomiczne i finansowe. Najistotniejsza różnica pomiędzy obiema grupami spółek dotyczy średniorocznego wzrostu zatrudnienia, który w spółkach portfelowych funduszy VC/PE był w porównaniu do grupy największych przedsiębiorstw ponad siedmiokrotnie wyższy. Spółki te odnotowały także znacznie wyższy przyrost wartości inwestycji, a ich wartość wzrastała w badanym okresie ponad dwukrotnie szybciej niż wartość największych europejskich firm (Wykres 5).



Wykres 5. Porównanie wybranych wskaźników ekonomicznych spółek portfelowych funduszy VC/PE i największych firm europejskich – FT-Extel top 500 (1991-1995). Źródło: *The Economic Impact of Venture Capital in Europe*, EVCA, 1996.

Do podobnych wniosków prowadzą badania przeprowadzone w latach 2001 i 2002 (*Survey of the Economic and Social Impact of MBO and MBI in Europe*, EVCA, 2001; *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, EVCA, 2002). Znakomita większość badanych wówczas spółek stwierdziła, że bez wsparcia funduszy VC/PE rozwijałyby się znacznie wolniej lub przestałyby istnieć (84% odpowiedzi dla fazy wykupu oraz 95% dla wczesnych faz finansowania). Badane spółki pozytywnie oceniały także zmiany swojej pozycji konkurencyjnej w wyniku inwestycji funduszy VC/PE.

Przytoczone wyżej wyniki badań prowadzić mogą do wniosku, że fundusze VC/PE inwestując w spółki, przyczyniają się znacząco do poprawy ich perspektyw rozwoju i pozycji konkurencyjnej. Rezultatem zaangażowania funduszu jest szybki przyrost nakładów inwestycyjnych w spółkach portfelowych oraz wysoka dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży, zysków, a przede wszystkim zatrudnienia. W perspektywie całej gospodarki należy uznać zatem znaczącą rolę, jaką sektor VC/PE odgrywa w procesach wzrostu gospodarczego i tworzeniu nowych miejsc pracy.

Wnioski

Analiza rozwoju i stanu obecnego sektora VC/PE w Europie prowadzi do następujących wniosków:

- przeprowadzone badania dowodzą istotnego znaczenia, jakie ma sprawne funkcjonowanie sektora VC/PE dla wzrostu gospodarczego i zapewnienia warunków do przyrostu miejsc pracy;
- aktywna rola państwa jest niezbędnym czynnikiem dla rozwoju sektora VC/PE;
- jak wynika z doświadczeń europejskich, a także amerykańskich zaangażowanie to powinno ograniczać się do roli regulacyjnej, nie zaś do bezpośredniego finansowania funduszy VC/PE;
- wśród działań regulacyjnych istotnych dla rozwoju sektora wymienić należy zapewnienie odpowiednich struktur organizacyjno-prawnych dla tworzenia funduszy VC/PE, liberalną politykę podatkową, brak administracyjnych barier w tworzeniu i prowadzeniu nowych firm oraz liberalizację polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych w odniesieniu do inwestycji w fundusze VC/PE.

Informacje o autorze

dr Tomasz Grzelak - od 1996 roku pracuje w szeroko rozumianym środowisku VC/PE: spółkach portfelowych (Empik - członek zarządu, ORFE - dyrektor finansowy) i na poziomie funduszu (AIG New Europe Fund, doradca zarządu). Obecnie prowadzi własną praktykę doradczą w tym sektorze. E-mail: t.grzelak@acn.waw.pl

Bibliografia

- Fenn, G., N. Liang i S. Prowse S. 1995. *The Economics of the Private Equity Market*, www.ssrn.com.
- Grzelak, T. 2002. Ogólna charakterystyka funduszy typu venture capital. *Nasz Rynek Kapitałowy*, Nr 4/2002.
- Grzelak, T. 2004. *Rozwój kapitału wysokiego ryzyka w Polsce na tle doświadczeń europejskich*, praca doktorska pod kierunkiem prof. dr hab. Marian Górskiego, WZ UW, 2004.
- Raport z badań Business Center Club: Dlaczego przedsiębiorcy nie dostają kredytów. Dlaczego banki nie chcą ich udzielać*, www.bcc.org.pl, lipiec 2003.
- Roczniki statystyczne EVCA za lata 1998-2002.
- Schertler, A 2001. *Venture Capital in Europe's Common Market: A Quantitative Description*, Kiel Institute of World Economics Working Paper 1087.
- Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe*, EVCA, 2001.

Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, EVCA, 2002.

Tamowicz, P. 1995. *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IbmGR.

The Economic Impact of Venture Capital in Europe, EVCA, 1996.

Węclawski, J. 1997. *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Warszawa: PWN.